

■ 经济管理

两权分离的实质与我国股份制企业 的内部人控制问题

潘 敏, 谢献谋

(武汉大学 商学院, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 潘 敏(1966-), 男, 湖北鄂州人, 武汉大学商学院经济发展研究中心副教授, 经济学博士, 主要从事金融经济学、公司财务与公司治理理论等研究; 谢献谋(1972-), 男, 湖南邵阳人, 武汉大学商学院金融学系硕士生, 主要从事金融理论

[摘 要] 股份制企业的所有权与控制权分离源于股份制企业制度下的企业法人资产制度和股权自由交易的股票市场制度。以经营管理者为代表的内部人对企业日常经营管理权的控制是两权分离下的股份制企业制度的基本特征之一。我国股份制企业公司治理结构的显著特征并非真正意义上的内部人控制, 而是国有股股东的外部控制。国有股股东外部控制下的企业法人资产制度不健全、融资结构不合理以及缺乏有效的企业破产制度是导致当前我国股份制企业公司治理结构效率低下的主要原因。

[关键词] 所有权与控制权分离; 内部人控制; 企业法人资产制度; 公司治理结构

[中图分类号] F271 [文献标识码] A [文章编号] 1671-8828(2003)01-0087-07

一、问题的提出

为了分析我国股份制企业中普遍存在的公司治理结构效率低下的原因, 我国经济学界广泛地引入了“内部人控制”说来加以说明。所谓“内部人控制”是以日本经济学家青木昌彦为首的一些学者在分析前苏联和东欧国家激进式改革过程中所出现的一些问题时提出的一个命题。它是指在国有企业私有化过程中, 多数或相当大量的股权由企业内部人持有, 从而在企业的重大战略决策中内部人的利益得到强调的一种现象。针对我国股份制企业中内部经营管理者控制权过大而导致的“过度在职消费”、“工资侵蚀利润”、“国有资产流失”等问题, 国内众多的学者得出结论: 在我国国有企业进行股份制改革的过程中, 内部人控制企业已成为一种相当普遍、严重的现象, 股份制企业建立有效的公司治理机制的关键是探讨如何对“内部人控制”进行控制, 以便恢复公司治理结构的有效性。可以说, 这种观点已成为目前国内经济学界的主流观点, 绝大多数学者在探讨国有企业股份制改革及我国股份制企业公司治理问题时, 基本上是以这种观点作为前提的。

我们认为, 以企业经营管理者为代表的内部人对企业日常经营管理权的控制是现代股份制企业的本质特征之一; 内部人对企业经营管理权控制是股份制企业法人资产制度下所有权与控制权分离的主要表现形式; 尽管所有权与控制权分离下的企业内部人控制有可能导致委托代理问题的发生, 但是, 股

份制企业制度及其赖以生存的基础——股票市场制度本身存在着克服委托代理问题的内在机制,这一内在机制就是有效的企业公司治理机制;内部人控制并非企业公司治理结构效率低下的原因,股份制企业的公司治理结构是否有效取决于股份制企业制度是否健全和股票市场制度是否发达、完善等。

因此,将我国股份制企业公司治理结构效率低下的原因归咎于内部人控制严重,并提出应控制内部人控制的上述观点是有失偏颇的,而产生这种认识偏差的主要原因,显然是对现代股份制企业公司治理问题产生的根源——企业所有权与控制权分离的实质缺乏全面、深入的分析 and 理解。

二、股份企业的两个基本命题与两权分离的实质

(一)伯利和米恩斯关于股份企业的两个命题

与古典的业主所有制企业相比,在股票公开发行和股权自由交易基础上建立起来的现代股份制企业自其诞生以来,就存在着两个最为基本的问题,即企业的所有问题与企业的目的问题。所谓企业的所有是指股份制企业究竟归谁所有;而企业的目的则是指企业经营者的经营目标究竟是什么。

在古典的业主所有制企业中,企业的业主既是出资者也是经营者,业主独自获得企业经营的收益并承担相应的风险。因此,在这类企业中,业主是企业的所有者,其经营的目的也是业主收益的最大化,不存在所谓的企业所有与企业目的归属的问题,即使存在,也属于业主私人领域处理的问题。但是,现代股份制企业的典型特征是股票的公开发行和股权的自由交易。在股票公开发行和股权自由交易的情况下,企业不仅在法律上被要求对外公开企业的财务信息,而且,企业的所有与企业的经营目的这两个基本的问题通过股权的自由、公开交易而成为公开的问题。自早期股份制企业产生的亚当·斯密时代以来,作为企业所有者代表的股东与作为企业经营决策者和实施者的经营者之间的关系已成为一个“公共”的问题,被众多的经济学者不断地分析和研究。而这一问题的实质就是现代股份制企业中的所有权与控制权分离的问题。

从理论的渊源来看,最早关注股份企业中所有权与控制权分离问题的研究可以追溯到亚当·斯密。亚当·斯密在其著名的《国富论》中认为,对于他人货币管理者的股份公司经营管理者,不可能指望它们像货币的所有者本身那样节约、勤勉以及不屈不挠地努力经营……,相反,在这些企业的经营管理中,或多或少地,疏忽大意和奢侈浪费的事总是会流行。马歇尔同样观察到了股份制企业的问题,在其 1890 年所著的《经济学原理》中,马歇尔写道:“对于股份制企业的经营者,只能期望其具有健全的常识和普通的企业精神,不可能指望他们像个人企业中的经营者那样,具有坚强的意志和迅速的行动能力”。

20 世纪初,伴随着规模巨大的开放型股份制企业的大量出现,企业的股权也日益分散化。其结果,股份制企业中作为企业所有者的股东所拥有的企业控制权越来越少,而企业的经营管理者几乎完全拥有了企业的控制权和支配权。伯利和米恩斯(1932)敏锐地观察到了现代股份制企业发展中存在的股东控制权丧失和经营者对企业控制的这种情况,对股份企业的两个基本问题以两个命题的形式进行了表述。第一个命题是企业所有的命题,即股份制企业存在着所有权与控制权的分离;第二个命题有关企业经营目的的命题,即股份制企业的经营者对企业的经营管理应以纯粹中立的技术管理为主。

伯利和米恩斯的第一个命题是一个实证命题。伯利和米恩斯对当时美国大公司股权分散化和经营者控制进行了实证研究。在他们所调查的 200 家大公司中,以控股比率达到 20% 以上作为控股股东的标准来划分,占 200 家大公司总数 44%、资产总额 58% 的公司不存在控股股东,企业的经营控制权掌握在经营者手中。因此,伯利和米恩斯用股东“没有控制的财富所有”和经营者“没有所有的财富控制”来表现股份制企业所有权与控制权的分离。

伯利和米恩斯的第二个命题属于规范命题。针对股份企业中所有权与控制权分离所导致的经营者的完全控制,以及由此带来的经营者管理权限的增大有损股东利益的危险,伯利和米恩斯认为,如果股份制企业要发展存续下去,企业的经营者对企业的经营管理必须向纯粹的中立技术管理的方

向发展。这里的“纯粹的中立技术管理”是指对“公正的工资、职工的安全、为社会提供适当的服务和事业的安定”等方面的充分考虑。经营者的管理目的必须是平衡社会各种集团多种多样的要求。

（二）股份制企业制度、股票市场制度与两权分离

伯利和米恩斯的实证命题指出了现代股份制企业中所有权与控制权分离的这一显著特征。需要进一步思考的问题是，为什么在股权分散的现代股份制企业中会发生所有权与控制权的分离？要回答这一问题，就必须对现代股份制企业制度以及股份制企业赖以生存的股票市场制度进行深入的分析。

现代股份制企业制度具有两个明显的特征：即企业法人资产制度和股东有限责任制度。而股票市场制度的显著特征就是股票的自由流通和转让。企业法人资产制度是指，企业通过公开发行股票筹集资金，组建股份制公司后，公司作为独立的法人依法拥有公司的全部财产，即所有股东投入的资本均成为企业的法人资产。公司作为整体，其终极所有者为股东，而公司财产的主体则是企业法人，股东不能绕开法人代表机构直接支配公司资产的运营。在法人资产制度下，股份公司的法人所有权不依赖于股东而独立存在，并由法人独立占有、支配、处分和收益，法人成为公司自负盈亏的主体。股东有限责任制度是在股份公司作为独立的法人获得公司法人所有权后，股东在按其出资比例获得相应的资本权益时，只以其出资额承担有限责任。也就是说，企业在经营中形成的利润和资产增值，出资人有权按出资比例享受；而在企业破产时，出资人承担的最大损失为投入企业的资本金。

在企业法人资产制度和股东有限责任制度的前提下，股东是股份公司的终极所有者和终极控制权拥有者。这里的股东是作为一个整体的公司全体股东，而非单个股东，而且，股东对企业的所有权和控制权也是表现为对公司作为独立法人的所有和控制。这种所有和控制在实际中则具体地表现为，股东拥有企业的剩余索取权和剩余控制权。

从控制权的角度来看，单个股东既不可能也不愿意拥有企业的控制权。因为，对于单个股东而言，拥有作为独立法人的股份制公司的控制权就意味着拥有企业经营的决策权，也就要承担有可能因决策失误而导致的风险责任。但是，在有限责任制下，单个股东仅以其出资额承担有限责任，其所能够直接控制的只是其所拥有的股票，并没有能力承担独立企业法人整体的经营风险和损失。另一方面，由于股东只对自身拥有的股票承担责任，而且，股票市场制度的股权自由流通和转让，使其能够通过分散化的投资尽量减少其风险，也保证了单个股东能够在预期企业经营出现风险时随时抽回资本。因此，即使单个股东拥有承担独立企业法人整体经营风险的能力，也不愿意拥有企业的控制权。这样，剩下的只是所有的股东作为一个整体拥有对独立法人企业的控制权。从这种意义上讲，股东对企业的控制也是一种没有责任的控制。

上述分析表明，股份制企业制度及其赖以生存的股票市场制度使得股东对企业的控制与责任的结合相分离，或者说控制与责任的结合完全空虚化。这种控制与责任的分离在现实中就表现为所有权与控制权的分离。而在公司内部，独立法人的公司经营中的控制与责任就以经营者控制的形式结合在了一起。

因此，所有权与控制权分离的根源在于股份制企业制度与股票市场制度所固有的特征。反过来，在健全的股份制企业制度和股票市场制度下，股份制企业的所有权与控制权分离是必然的。

（三）内部人控制是两权分离下的现代股份制企业的特征之一

现代股份制企业所有权与控制权分离的表现形式，是股东拥有企业的终极所有权和经营者拥有企业的日常经营控制权。股份制企业在成立之后，作为具有独立法人人格的经济主体，是建立在股东财产和公司财产分离、股东承担有限责任的基础之上的。股东要承担有限责任就必须放弃对公司财产的控制权，而如果股东要控制公司的财产，就必须放弃有限责任，二者不可兼得。因此，从理论上讲，以经营管理者为主的内部人控制是两权分离下的现代股份制企业的特征之一。

再者，从股份制企业发展的实践上来看，尽管在金融市场日益发展的情况下，机构投资者在股份制企业中的持股比例越来越大，机构投资者对企业经营管理的影响也越来越大，但是，机构投资者获得企

业股权的最终目的并非获得企业的日常控制权,而是希望通过持有股权获得企业的红利收益,或通过企业的兼并、收购或所持股权的出售获得资本利得收益。即使是在日、德等金融机构相互持股的股份制企业中,银行等金融机构对企业的日常经营也很少过多干预,只是在企业经营出现危机时才介入。而且,这种介入更多的表现为银行等金融机构作为债权人身份的介入。

(四)两权分离下的委托代理问题及其解决机制

在两权分离的情况下,企业的经营者成为事实上的企业控制权所有者。由于广大的被分散的股东不拥有企业的控制权,在对企业的经营者进行监督和控制方面既缺乏应有的积极性,也缺乏相应的有效手段,而企业的经理人员在获得了企业的控制权之后,也有可能从自身的利益出发,采取有利于自己而不利股东的决策行为。这样,在股东和经营者之间就不可避免地会产生所有权与控制权分离下的委托代理问题。

在所有权与控制权分离的情况下、建立在委托代理关系基础之上的股东和经营者之间的关系具有三个方面的特征。即(1)所有者股东与经营者之间的利益冲突;(2)所有者股东与企业经营者之间存在着信息不对称;(3)所有者股东与经营者在企业经营风险承担方面的责任不对称。股东与经营者之间的利益冲突、信息不对称和风险承担责任的不对称等问题的存在都有可能导致经营者利用其拥有的公司控制权侵蚀作为外部人的股东利益行为的发生。因此,这类问题充分反映了股份制企业固有的缺陷。如果没有相应的机制克服这类代理问题,现代股份制企业也就难以获得长足的发展。然而,现代股份制经济的发展充分表明,尽管所有权与控制权分离下的委托代理问题始终存在,但是,股份制企业制度及其赖以生存的股票市场制度本身包含着克服其委托代理问题缺陷的内在制度机制。这一制度机制就是股份企业的公司治理机制。

有效的公司治理机制包括建立在企业法人资产制度基础之上的股东直接的内部控制、建立在股票自由交易基础之上的法人控制市场的间接控制,以及建立在破产机制基础之上的外部债权人的状态依存治理机制。股东的内部控制主要是股东以其持有股票的投票权,通过投票选举公司董事会,由董事会选择企业的经营管理者,将企业日常经营的管理权委托给经营管理者来实现的。内部控制的有效性取决于三个方面的因素:(1)企业股份所有的集中程度;(2)股东的性质,即股东是否拥有较强的监督能力;(3)股东投票权限的强弱。法人控制市场是股东通过股权的自由流通和转让来实现公司控股权转移、公司间的兼并和收购,以达到企业效率经营的目的。法人控制市场有效运作的前提是:(1)企业所有股票公开发行,且股权持有者分散;(2)企业所有股票均可在市场上自由流通和转让。外部债权人的状态依存治理机制是指在企业经营不善、出现无法偿还债务的情况下,将企业的经营控制权转移给债权人,由债权人决定是否对企业进行改组、重建或破产清算等。其有效实施的前提条件是企业的资本结构中含有一定比率的负债和有效的破产约束机制。因此,有效的企业公司治理机制运作的基础是完善的企业法人资产制度、自由交易的股票市场制度、企业合理的资本结构和有效的破产约束机制。

三、我国股份制企业公司治理的特征与效率低下的原因

(一)现阶段我国股份制企业公司治理的特征并非内部人控制,而是国有股股东的外部控制

我国股份制企业大多是在原国有企业的基础之上经过股份制改造后建立而成的,国有股所占比率大大高于其他类型的股份,国有股股东占绝对控股地位是我国股份制企业股权结构的典型特征。从我国股份制企业公司治理的现实来看,作为股份制企业最大股东的国有股股东——政府自始至终并没有、也不愿意放弃对股份制企业的日常经营控制权,企业的日常经营控制权并非掌握在真正意义上的内部人手中,而是掌握在作为控股股东的国有股股东手中。

我国国有企业经过股份制改造后,原有企业的国有资产通过折股的方式变成为股份制企业的法人财产。从法人资产制度的角度来看,国有股股东只拥有其所持股权的财产所有权,而对折股后的国有资

产不再拥有支配权。改制后的股份制企业作为一个独立的法人实体,拥有公司全部财产的所有权。但是,由于国有资产产权本身所具有的不可分割、不可转让的特征,除国有资产的所有者政府之外,其它任何法人或自然人均不拥有国有资产的占有、支配、处分和收益权,加上国有股不能流通的规定,这样,形式上,占企业资产大部分的国有资产是股份制企业的资产,实际上,作为独立的法人实体,股份制企业法人并不拥有企业大部分资产的所有、支配、处分和收益权。在这种制度安排下,尽管改制后的股份制企业在治理结构上都采用了股东大会—董事会—经营者的形式,但是,国有股股东仍然控制着企业日常经营的管理权。在现实中,其不仅表现为国有资产管理部門或国有股的代表——企业原有的厂长或经理对企业的干预,还表现为国有股股东拥有企业经营中诸多的决策权,包括企业经理人员的任命权等。

因此,我国股份制企业公司治理结构的特征并不是内部人控制,恰恰相反,是国有股股东的外部控制。正是因为国有股股东的外部控制背离了现代股份制企业两权分离下的经营者控制这一基本特征,才导致我国股份制企业的委托代理问题变得更为复杂。

(二)企业法人资产制度不健全是公司治理结构效率低下的主要原因

企业的公司治理问题源于股份制企业法人资产制度下的所有权与控制权分离,但是,股份制企业的法人资产制度的建立又为公司治理机制的完善提供了条件和基础。如果企业的法人资产制度不健全,基于不健全的法人资产制度基础之上的企业所有权与控制权的分离就不是真正意义上的两权分离,企业公司治理机制效率的提高也就不可能。

根据杨瑞龙和周业安的分析,健全的法人资产制度包括:(1)企业必须具有独立的法人资格;(2)股东承担有限责任;(3)企业股票的自由转让和自由流通;(4)经营者与企业的关系界定清晰;(5)合理有效的所有权约束;(6)有效的经理市场;(7)必要的外部约束条件,即硬的市场约束和硬的法律约束。应该说,无论从哪方面来看,我国股份制企业都未建立起健全的企业法人资产制度。

首先,我国股份制企业虽然在形式上建立了独立的法人资产制度,但是,国有股股东对企业经营管理权的控制造成了我国股份制企业独特的企业法人资产制度。一方面,拥有少数企业股权的可流通股股东的个人财产与公司法人财产是分离的,对这类股东而言,他们对企业的所有权与经营控制权也是分离的;另一方面,作为企业最大股东的国有股股东的财产——国有资产并没有与股份制企业的法人财产相分离,国有股股东并没有实现所有权与控制权的分离。因此,从占企业股权绝大多数比例的国有股股东的角度来看,改制后的股份制企业并没有真正实现所有权与控制权的分离。现有的公司治理机制也不是建立在所有权与控制权分离基础之上的治理机制,而是一种简政放权下的国有企业治理机制。我国股份制企业公司治理效率低下的种种表现形式,如经营者在职消费普遍、工资侵蚀利润、各级政府的过度干预等与放权让利、承包经营责任制下国有企业经营效率低下的表现形式并没有什么不同,就是充分的证明。

其次,国有股股东对股份制企业承担的不是有限责任,而是无限责任,股份制企业并未建立起股东有限责任制度。这一点与国有资产的所有权与控制权尚未实现分离有关。在国有股股东既是企业终极所有权所有者,又是企业日常经营控制权拥有者的情况下,企业的经营目标受国有股股东行为目标的制约,国有股股东经常将其代表政府行为目标特征的刺激经济增长、实现充分就业、抑制通货膨胀、维护社会稳定和维护政府权威等目标作为企业经营的目标。当企业目标与国有股股东的阶段性目标不一致时,国有股股东就会利用其日常经营的控制权来使两者达到一致,而这种一致有时候是以牺牲企业的利润为代价的。因此,当企业经营出现困境时,作为国有股股东的政府就要承担经营失败的责任。这种责任的承担在现实中就表现为对股份制企业的政策性保护、对国有银行的负债和“债转股”等。

第三,国有股股权的不可自由流通和转让是企业法人资产制度不健全的基础。由于国有股股权不能自由流通和转让,国有股股东既不能够通过股权的转让实现国有股股权的增值,也不能够规避国有股股权可能存在的风险,同时,也无法利用法人控制市场的间接控制机制实现对经营者的控制。在这种情况下,国有股股东就不可能放弃对国有股所代表的国有资产的经营控制权,实现所有权与控制权分离下

经营者控制的治理机制,国有股股东也不可能只对企业承担有限责任。

第四,在法人资产制度不健全、国有股股东承担无限责任、股权不能自由流通转让的前提下,经营者与企业的关系界定就不可能清晰,合理有效的所有权约束机制也难以建立,企业的经营者只能是由国有股股东任命,根本上无法建立有效的经理市场;即使存在相应的市场约束和法律约束,现实中,这类约束也会表现为一种软约束。

(三)融资结构不合理、负债契约的状态依存治理机制得不到有效发挥、缺乏有效的企业法人破产机制导致了我国股份制企业公司治理结构效率的低下

较低的负债比率和强烈的股权融资偏好是我国股份制企业资本结构和外部融资方式选择的典型特征。在资本以股权资本为主的情况下,企业的公司治理机制主要依存于股东的内部控制和法人控制市场的间接控制。由于占企业股权比例绝大多数的国有股不能自由流通和转让,股东不可能通过企业的股权转让、兼并和收购等活动达到企业效率经营的目的。因此,在我国股份制企业的治理机制中,股东通过法人控制市场进行间接控制的基础是不存在的。股东只能通过直接的内部控制来行使其对企业的剩余控制权,但由于法人资产制度不健全,股份制企业尚未达到完全的所有权与控制权的分离,企业公司治理中的股东内部控制就表现为国有股股东对企业的直接干预,建立在控股股东直接干预下的公司治理机制的效率自然就会低下。由于股权融资偏好下企业的治理机制效率低下,企业无法提取公司发展所需要的自有资本资金积累,又不愿意利用负债融资,这样,我国股份制企业就形成了公司治理效率低下——股权融资偏好——公司治理效率有可能进一步低下——股权融资偏好更强的融资和公司治理机制的恶性循环。

另一方面,虽然通过负债融资、利用外部债权人的状态依存治理机制对提高企业公司治理效率潜在地有较强的影响作用。但是,这一机制有效发挥作用的前提是企业必须有选择负债融资的意愿,而且,需要有一个健全的破产机制。应该说,在当前,我国股份制企业是不具备发挥负债契约状态依存治理机制作用的条件的。首先,股份制企业利用负债融资的意愿不强,尤其是缺乏利用发行企业债券进行融资的意愿。其次,即使企业愿意利用负债融资,在企业经营出现亏损时,也无法确保有效的债务清偿责任制度的实施。原因在于,现有的股份制企业尚未建立起真正的法人资产制度,国有股股东仍然承担着无限责任。一旦实施严格的债务清偿责任制度,势必导致国有资产的流失和损失。

四、结 论

股份制企业所有权与控制权的分离源于股份制企业制度下的企业法人资产制度和股东有限责任制、以及股权自由交易的股票市场制度。在股份制企业中,企业所有权与控制权的分离表现为股东拥有企业的终极所有权,企业的内部经营者拥有企业的日常经营控制权。以经营管理者为主的内部人控制是现代股份制企业两权分离的特征之一。尽管所有权与控制权分离会导致股东与经营管理者之间各种委托代理问题的发生,但是,股份制企业制度和股权自由交易的股票市场制度本身存在着克服两权分离下委托代理问题的内在制度机制,即股份制企业的公司治理机制。有效的公司治理机制包括股东直接的内部控制、股东利用法人控制市场的外部控制和外部债权人的状态依存治理机制等。

我国股份制企业公司治理结构的特征并非真正意义上的内部人控制,而是国有股股东的外部控制。国有股股东外部控制下的我国股份制企业公司治理结构效率低下的根本原因,在于企业的法人资产制度不完善、企业融资结构不合理、外部债权人的状态依存治理机制得不到有效发挥、缺乏有效的企业法人破产机制等。因此,建立完善的股份制企业的法人资产制度,选择合理的企业融资方式,优化企业的资本结构,建立有效的企业法人破产制度等是当前提高我国股份制企业公司治理结构效率的根本途径。

[参 考 文 献]

- [1] BERLE, A. A. & Means, G. C. *The Modern Corporation and Private Property* [M]. New York: McMillan, 1932.

- [2] 费方域. 控制内部人控制—国企改革中的治理机制研究[J]. 经济研究, 1996, (6).
- [3] 黄少安, 张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 经济研究, 2001, (11).
- [4] 杨瑞龙, 周业安, 等. 企业共同治理的经济学分析[M]. 北京: 经济科学出版社, 2001.
- [5] 林毅夫, 蔡昉, 李周. 现代企业制度的内涵与国有企业改革方向[J]. 经济研究, 1997, (3).
- [6] 潘敏. 融资方式、金融契约与公司治理机制[J]. 经济评论, 2001, (5).
- [7] 吴敬琏. 现代公司与企业改革[M]. 天津: 天津人民出版社, 1994.

(责任编辑 邹惠卿)

Separation of Ownership and Control & Insiders' Control in China's Corporations

PAN Min, XIE Xian-mou

(Wuhan University Business School, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biographies: PAN Min (1966-), male, Doctor, Associate professor, Center for Economic Development Research, Wuhan University, majoring in financial economics, corporate finance and corporate governance; XIE Xian-mou (1972-), male, Graduate, Wuhan University Business School, majoring in finance theory.

Abstract: The separation of ownership and control of corporations lies on system for corporate asset, limited liabilities of stockholders and the system of stock market which equity exchange is free. Possessing the control rights for decision management by the corporate insiders, such as managers, is the one of the characters of corporation under the separation of ownership and control. The obvious character of corporate governance in China's corporations is not the insiders' control, but the outsiders' control of stated-stockholders. The main reasons of the inefficiencies of corporate governance in China's corporations are the imperfect system for corporate asset, non-optimum in capital structure and the ineffective bankruptcy mechanism.

Key words: separation of ownership and control; insiders' control; system for corporate asset; corporate governance